



# TENDENCIAS EN MATERIA DE PENSIONES PRIVADAS. EL PAPEL DE LAS RENTAS VITALICIAS

**DIEGO VALERO**

*Presidente de Novaster*

*Profesor de la Universidad de Barcelona*

## RESUMEN EJECUTIVO

Los sistemas de pensiones privadas están entroncados con la definición teórica que supone el modelo de ciclo de vida, que define procesos de acumulación y desacumulación en un equilibrio interpersonal y generacional. Dando una sucinta panorámica acerca de este tipo de sistemas, el enfoque del artículo se centra en la desacumulación y en el uso de productos específicos, como son las rentas vitalicias.

La regulación es clave en el desarrollo de sistemas privados: desde la obligatoriedad hasta su incentivación. Aquellos países que contemplan la existencia mandatoria de pensiones privadas han alcanzado un desarrollo de las mismas considerablemente superior al de los que no lo han hecho. Pero ineludiblemente, la coexistencia de sistemas privados complementarios junto a planes públicos de previsión es una necesidad en las sociedades actuales.

Las rentas como forma de desacumulación de lo ahorrado para la pensión adquieren un rol que debería ser relevante, pero no lo es en toda su medida. Aunque la teoría aboga por instrumentos específicos de este calibre (rentas, retiros programados), la práctica sigue mostrando alta preferencia por opciones no específicas, como retiros de capital.

Como desarrollaremos a lo largo de este artículo hay varios factores que no hacen que las rentas, especialmente las vitalicias, sean precisamente atractivas, tanto por la parte de la oferta como de la demanda.

Opciones que incorporen una visión global del proceso de desacumulación, atendiendo a todas las necesidades vitales de las personas, con productos más atractivos (retiros programados, *variable annuities*, hipotecas inversas, rentas vitalicias diferidas) son sin lugar a dudas necesarias para el crecimiento ordenado y necesario de fórmulas estables para percibir los beneficios de la pensión.

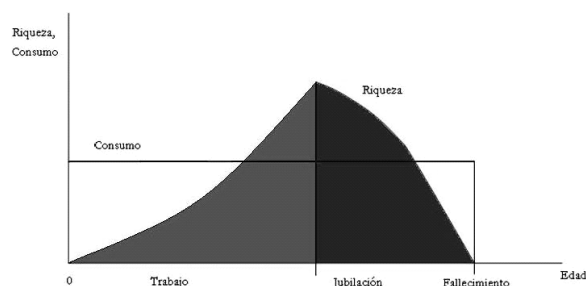


## 1. INTRODUCCIÓN

El devenir en los modelos de pensiones privadas camina precisamente en la senda de la pura aplicación del modelo de ciclo de vida (MCV)<sup>1</sup>. Esto es, se instrumentan a través de sistemas de acumulación en la fase de actividad, en buena medida de contribución definida, y la desacumulación, o sea, el pago de los beneficios de estos modelos, se realiza utilizando fórmulas de recuperación gradual, usualmente rentas.

El MCV, que es por supuesto un modelo teórico pero que ofrece un potente marco conceptual de análisis, descansa en la idea de que un individuo con comportamiento racional y bien informado planea su consumo a lo largo de la vida entera, en función de su pronóstico de ingresos durante la misma. Así, el principal motivo del ahorro es precisamente la acumulación de activos para mantener el consumo en la jubilación. El MCV se soporta sobre el análisis empírico de que el consumo agregado per cápita es más suave que el ingreso acumulado per cápita. Puede observarse en la figura 1 la plasmación del MCV para un caso individual.

**FIGURA 1. MODELO DE CICLO DE VIDA**



*Fuente: Blake (2006)*

La noción de una acumulación con carácter individual y una desacumulación programada tras la jubilación subyace en la mayoría de sistemas de pensiones desarrollados en el último medio siglo, y con mayor incidencia, en los que en los últimos años se están implantando en el mundo.

La economía de las pensiones trata sobre la asignación de recursos escasos en el ciclo de vida entre el tiempo en actividad y el tiempo en jubilación, e implica aspectos microeconómicos, macroeconómicos y de la economía del bienestar. De entre las diferentes modelizaciones, la propuesta por Blanchard-Yaari (Valero 2011), que es una síntesis evolutiva de todos los precedentes, muestra que i) los individuos aplican tasas de descuenten-

<sup>1</sup> Una amplia explicación y debate doctrinal está en Valero (2011).



## TENDENCIAS EN MATERIA DE PENSIONES PRIVADAS. EL PAPEL DE LAS RENTAS VITALICIAS



to mayores sobre eventos del futuro si hay incertidumbre sobre la longevidad y ii) se optimiza eligiendo rentas vitalicias y cubriendo con ellas el riesgo de longevidad.

Por otra parte, la economía conductual ofrece una serie de reflexiones y propuestas que son de gran utilidad para comprender el comportamiento de las personas al respecto de los sistemas de pensiones y para facilitar su desarrollo<sup>2</sup>.

Sobre estos elementos de la teoría vamos a reflexionar en este artículo. Por una parte, haremos una breve descripción del *state of the art* de los sistemas privados complementarios, en concreto de los ocupacionales, y nos centraremos en la fase de desaccumulación y el papel que las rentas vitalicias, en sus diferentes modalidades, están llamadas a desempeñar.

### 2. DESARROLLO DE SISTEMAS COMPLEMENTARIOS OCUPACIONALES

Los sistemas complementarios nacidos en el seno de las empresas comenzaron a principios del siglo XX, al albur de ciertos principios altruistas, y tuvieron un importante desarrollo en varios entornos económicos en los que sirvieron para un mejor control y seguimiento de los empleados en empresas de gran crecimiento internacional (Logue, 1979). Una estructura de favorable fiscalidad, el convencimiento de que costes y oportunidades de inversión colectivizados son más favorables, y los aumentos de esperanza de vida, que requirieron planificar los retiros de los empleados de forma más sistemática, fueron determinantes para que las pensiones llegaran a ser parte integrante de la negociación colectiva, y tuvieran una notable utilidad en ciertos momentos históricos para evitar altos incrementos salariales.

Recordemos que la influencia y cobertura de la Seguridad Social en materia de pensiones se reparte en tres niveles o pilares, según queda definido por la Convención de Lovaina, y sigue la OIT. El primero responde a las prestaciones genéricas, públicas, de carácter obligatorio para todos los trabajadores. El segundo pilar responde a la protección social derivada de pensiones libremente pactadas entre empresas y trabajadores, como una fórmula de remuneración diferida. El tercer pilar corresponde a la decisión unilateral y voluntaria de las personas de destinar parte de su renta libre al ahorro.

Parece obvio, pero no está de más constatar que, por lo general, aquellos países que tienen un mayor desarrollo en sistemas complementarios de pensiones (segundo y tercer pilar) son los que ofrecen niveles más bajos de pensiones públicas (primer pilar). Pero también es cierto que, en el ámbito de la OCDE, los sistemas están avanzando hacia modelos mucho más diversificados. Según este organismo, al menos dos tercios de sus países miembros necesitan complementar al sistema público, y el otro tercio está haciendo reformas que supondrán esa necesidad. El nivel de referencia en la OCDE implica pensiones de al menos el 60% del último salario en activo (OECD, 2012).

<sup>2</sup> Para una discusión amplia de los elementos de la economía conductual, véase Barr y Diamond (2012) y Valero (2011).



## PENSIONES: UNA REFORMA MEDULAR



Los países en los que los sistemas complementarios son voluntarios presentan niveles de cobertura inferiores a aquellos en los que la complementación es obligatoria o cuasi-obligatoria. Por ejemplo, Nueva Zelanda y Alemania vieron incrementar la cobertura de los planes complementarios tras las reformas que supusieron su extensión prácticamente obligatoria, en el primer caso del 10 al 55% de la fuerza laboral, en el segundo, de un casi inapreciable 2,5% a más del 47%. Los países de la OCDE que tienen sistemas complementarios obligatorios (Australia, Finlandia, Islandia, Israel, Suecia o Suiza, entre otros) tienen cobertura global superior al 70%, y los que tienen sistemas cuasi-obligatorios, como Dinamarca, Holanda o el Reino Unido, superior al 60%. Por el contrario, países como España escasamente llegan al 20%.

Aumentar la cobertura de la fuerza laboral es una cuestión que claramente los Estados pueden conseguir, a través de medidas de política económica: la más eficiente, por supuesto, es la afiliación obligatoria, como los esquemas ATP y SP en Dinamarca, Alemania desde 2002, Holanda o Italia (que tiene la TFR, una acumulación de capital que se transforma en pensión al jubilarse). Junto a ella, también con muy buenos resultados, la llamada *soft-compulsion*, a través de sistemas de autoafiliación, en los que automáticamente se enrola a una persona en el plan de pensiones de la empresa cuando comienza a trabajar, siendo por supuesto libre de renunciar a esa pertenencia; Estados Unidos, Italia, Irlanda, Suecia o Nueva Zelanda han adoptado este tipo de políticas. Destaca especialmente el Reino Unido, con el sistema *National Employment Savings Trust (NEST)*<sup>3</sup>, un sistema de ahorro para la jubilación que se basa en dos principios básicos de la economía conductual: la autoafiliación y la opción por defecto. Se pretende que sea un sistema de bajos costes y que amplíe el rango de trabajadores afiliados y de cuantía de las pensiones. Todos los trabajadores a partir de 22 años quedan automáticamente afiliados al sistema salvo que indiquen de forma expresa lo contrario o que formen parte ya de un plan de pensiones ocupacional en donde la tasa de contribución sea superior a la establecida en el nuevo sistema. Esta tasa es del 8% del salario, financiándose de forma tripartita (el empleado contribuye con un 3% del salario, el empleador con un 4% y el Estado concede un 1% como bonificación fiscal). A su vez, existe un máximo de salario sobre el que calcular las aportaciones (33,500 £ anuales), pues lo que pretende este sistema es incentivar el ahorro para la jubilación en los colectivos más desprotegidos habitualmente, mujeres, jóvenes y personas con bajos salarios. Así, el NEST se convierte en un sistema que garantiza mínimos de pensión para toda la población trabajadora.

Una de las fórmulas más comunes para el desarrollo de sistemas complementarios es otorgar incentivos financieros, fundamentalmente fiscales, que es la que sigue España. El problema de estos sistemas es que generalmente no se extienden entre las personas con ingresos medios y bajos, por el poco o nulo efecto que las deducciones fiscales suponen en sus declaraciones de impuestos y en su nivel de renta. Para ello, una medida muy sugerente es la llevada a cabo en países como Alemania, con la llamada Reforma Riester. El Estado, en lugar de otorgar deducciones fiscales, o al menos de forma complementaria, ofrece directamente subsidios a aquellas personas cuyo nivel de ingresos no les per-

<sup>3</sup> Hay varias referencias que se pueden consultar al respecto, por ejemplo [http:// www.nestpension-guide.co.uk](http://www.nestpension-guide.co.uk).



## TENDENCIAS EN MATERIA DE PENSIONES PRIVADAS. EL PAPEL DE LAS RENTAS VITALICIAS



mite aportar a sistemas complementarios. En cualquier caso, independientemente de la base gravable, el esquema fiscal más generalizado en el ámbito europeo y buena parte de la OCDE es el llamado EET (*Exemption-exemption-taxation*) que implica que no hay tributación en la aportación ni sobre los rendimientos, pero sí se gravan las rentas que se perciben del plan. Además, los sistemas complementarios deben ser sencillos, transparentes y baratos. Sobre todo para PYMES, la excesiva complejidad en la instrumentación de planes de pensiones puede resultar claramente desincentivadora.

Los Estados pueden tener interés en el desarrollo de los sistemas complementarios para facilitar que las pensiones globales se ajusten a lo esperado, para incentivar el ahorro en los trabajadores de menor salario y contemplando también que estos sistemas son una fuente de ingreso fiscal cuando la pirámide poblacional se invierte, además el desarrollo del ahorro previsional voluntario (derivado de relaciones laborales, y por tanto, colectivo, o privado e individual) puede ser uno de los elementos de sostenibilidad del sistema de pensiones. La mayoría de países de la OCDE han favorecido y desarrollado sistemas complementarios de pensiones, de forma tal que estos significan el 75.5% del PIB de la OCDE (OECD, 2008). En Brasil, por ejemplo, los planes complementarios de pensiones acumulan fondos equivalentes al 21.7% del PIB (Mesa-Lago, 2009).

### 3. RENTAS VITALICIAS Y PROCESO DE DESACUMULACIÓN

#### 3.1. CONCEPTO TÉCNICO DE RENTA VITALICIA

Una renta actuarial es una modalidad de pensión en la que se satisface una serie periódica de pagos al asegurado mientras siga vivo. En función de la duración, las rentas actuariales pueden ser vitalicias, donde se paga la renta al asegurado hasta su fallecimiento, o pueden ser temporales, donde se paga la renta al asegurado, mientras siga vivo, pero durante un período temporal determinado máximo.

La periodicidad de los pagos de las rentas, tanto si son vitalicias o son temporales, determinan su clasificación, principalmente, en rentas anuales o rentas fraccionadas, de periodicidad distinta a la anual, normalmente mensuales.

La valoración de una renta se hace estimando el coste inicial que puede tener en un entorno de hipótesis o supuestos actuariales, entre los que son fundamentales la evolución de la supervivencia (medida a partir de las llamadas tablas de mortalidad) y el tipo de interés de descuento que se aplica para equiparar flujos presentes con flujos futuros. Al coste inicial se le suele llamar valor actual actuarial de la renta, y, para pagos vitalicios constantes cuyo importe es la unidad monetaria, su determinación técnica es la que sigue.

En notación actuarial se simboliza como  $\alpha_\chi$  al valor actual actuarial de una renta vitalicia, inmediata, vencida y pagadera a la persona de edad  $\chi$ , de pagos unitarios con importes constantes. Esto es,

$$\alpha_\chi = \sum_{t=1}^{w-\chi} \frac{l_{\chi+t}}{l_\chi} v^t$$



siendo

$l_x$  el número de supervivientes de edad  $x$

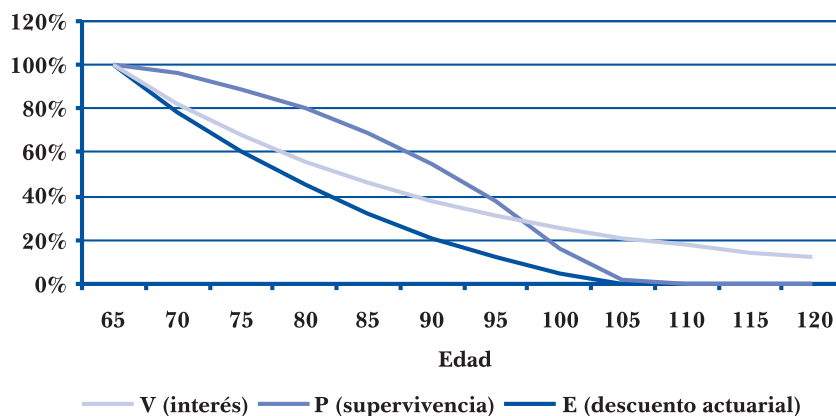
$l_{x+t}$  el número de supervivientes de edad  $x + t$ , ambos obtenidos de las tablas de mortalidad

$v^n = (1+i)^{-n}$  el tipo de interés expresado en tanto por uno  
w la edad máxima reflejada en las tablas de mortalidad.

Conceptualmente nos quedaremos con esta definición que abarca los principales elementos de valoración de rentas, más allá de que la formulación de otro tipo de rentas, por ejemplo las rentas diferidas o las rentas fraccionadas, supongan una cierta corrección sobre la fórmula expresada.

Para tener una aproximación al peso que tiene cada elemento básico (tipo de interés *vs* mortalidad), el gráfico 1 dibuja la incidencia que tiene en el descuento actuarial, que es el factor que usamos para calcular las rentas, la supervivencia (P) y el tipo de interés (V). Se observa como hasta edades avanzadas (85 años aproximadamente), el tipo de interés influye más en el descuento actuarial, pero a partir de ese momento es la probabilidad de supervivencia la que determina la evolución de la curva de descuento. Este ejemplo, realizado sobre tablas de mortalidad españolas al uso, nos avanza una idea que luego se explorará, y es que la necesidad de cobertura de la longevidad es mayor a partir de entornos de 85 años, siendo hasta entonces más relevante la cobertura frente a los tipos de interés.

**GRÁFICO 1. INTERÉS Y SUPERVIVENCIA EN EL DESCUENTO ACTUARIAL**



Fuente: Elaboración propia

Las rentas vitalicias pueden ser i) fijas, en las que el tipo de interés de la renta está predeterminado, ii) indexadas, en las que se garantiza un crecimiento del monto anual a percibir, normalmente vinculado a la inflación, iii) variables, en las que el tipo de interés sigue algún criterio de variación, normalmente ligado a un vehículo de inversión,



## TENDENCIAS EN MATERIA DE PENSIONES PRIVADAS. EL PAPEL DE LAS RENTAS VITALICIAS



y iv) mixtas, en las que hay una parte de interés fijo garantizado y otra parte variable, muchas veces vinculada al éxito en las inversiones del proveedor de rentas, por lo que una forma general de estas rentas mixtas adquiere el nombre de rentas con participación en beneficios.

Además, las rentas también pueden ser inmediatas o diferidas, en función de si el primer pago se inicia en el primer período considerado o si, por el contrario, este primer pago se difiere en el tiempo.

Algunos comentarios sobre los distintos tipos de rentas se hacen precisos en este momento:

- Para un mismo coste de la renta, es decir, un mismo valor actual actuarial, una renta indexada tendrá un pago inicial inferior al de una renta fija. Como ejemplo, si en lugar de percibir una renta fija de 1.000 euros, con el mismo capital inicial, se pretende mantener el valor adquisitivo de la pensión, y suponemos que la inflación será de un 2% anual, la pensión inicial a cobrar será de 797 euros, es decir, un 20 % menos.
- Las rentas variables no pueden garantizar la rentabilidad asignada, sea ésta conseguida a través de inversión en acciones, en bonos o incluso a través de participación en beneficios del proveedor de la renta. Aunque las expectativas de rentabilidad puedan ser, razonablemente, más altas que en una renta fija, el riesgo de no alcanzar tales expectativas lo soporta el beneficiario de la renta.
- Las opciones de dejar legado son compatibles con las rentas vitalicias, pero técnicamente se constituyen o bien como dos operaciones de seguro (una renta más un capital), o como un seguro básico (la renta) con un contraseguro (el reembolso de todas o parte de las primas pagadas), de forma que obviamente impacta en el valor de la pensión, disminuyéndolo cuanto mayor sea el legado.
- Las rentas pueden ser individuales o conjuntas. Estas últimas incorporan una reversión, en el porcentaje acordado, al cónyuge superviviente. Obviamente, cuanto mayor sea este porcentaje de reversión, menor es la renta inicial.

### 3.2. LOS RETIROS PROGRAMADOS

Los retiros programados son fórmulas que se generalizaron en los sistemas de capitalización a partir de la reforma chilena de 1980. El esquema es conceptualmente similar al de una renta vitalicia, pero sin garantías. El total acumulado en el momento de la jubilación se mantiene gestionado en el propio fondo de pensiones, y durante el primer año se paga una renta periódica (mensual, por lo general), equivalente a lo que ofrecería una renta vitalicia con hipótesis de mortalidad y de tipo de interés dadas. Las diferencias con la renta vitalicia son que esas hipótesis utilizadas no suponen garantía, y que, a final de año, el capital remanente, que se ha seguido invirtiendo con el resto del fondo de pensiones, ha acreditado una rentabilidad que se une al capital y que genera, iterativamente, una reformulación del pago de cada año. Así, la segunda anualidad se determina sobre el capital remanente con las hipótesis válidas para ese año, y sucesivamente.



## PENSIONES: UNA REFORMA MEDULAR



Técnicamente, el retiro programado utiliza ciertas bases de la formulación de rentas vitalicias, pero no transfiere sus riesgos a un tercero, como sí hacen las rentas vitalicias. El monto de pensión anual a recibir en la edad  $\chi$  es  $RP_{\chi}$ , que se calcula

$$RP_{\chi} = \frac{CA_{\chi}}{\alpha_{\chi}}$$

siendo

$\alpha$  al valor actual actuarial de una renta vitalicia, inmediata, vencida y pagadera a la persona de edad  $\chi$ , de pagos unitarios con importes constantes

$CA_{\chi}$  el capital acumulado en la edad  $\chi$ .

En resumen, lo que hace el retiro programado es calcular el pago anual de pensión como si fuera una renta vitalicia durante ese año, pero recalculando para el año siguiente el monto a pagar en función del capital remanente, que habrá tenido una actualización en función de la tasa de interés obtenida de su inversión en los mercados de capitales. Esta forma de percepción de la jubilación, que no deja de ser una renta variable, no impide que los fondos acumulados puedan llegar a agotarse (de hecho, la tendencia es a que la prestación sea decreciente en el tiempo), pero no niega la posibilidad de dejar legado.

Es esta una interesante opción, que permite soslayar algunos de los problemas de las rentas vitalicias, y que tiene un razonable desarrollo en países con sistemas de capitalización individual, pero no es muy conocida en Europa, e inédita en España.

### 3.3. RENTAS VARIABLES (*VARIABLE ANNUITIES*, VA)

Normalmente han adoptado la forma de seguros de *unit-link*, en los que la rentabilidad está en función de una cesta de inversiones que maneja la aseguradora o proveedora de rentas. Desde los 90 han tenido un cierto desarrollo en EEUU y Japón, y más recientemente se han comenzado a usar en Europa. Suelen incorporar algún tipo de garantías, para hacerlas comercialmente más atractivas, que suelen ser de capitales mínimos en caso de fallecimiento o de interés mínimo garantizado. No obstante, las experiencias de estos años de crisis están haciendo replantear algunas de las bases del producto, que indefectiblemente lo hará más caro o con menos garantías. Algunas compañías aseguradoras constituyeron subsidiarias a las que traspasar el negocio, por la especialización requerida, y han tenido que inyectar en éstas fuertes sumas de capital para compensar las pérdidas. Esta situación devino de la propia complejidad que había llegado a alcanzar el producto, a veces con diseños imperfectos, y de la inadecuada cobertura ante fluctuaciones del mercado. El reto ahora está en disponer de instrumentos de cobertura suficiente ante productos de largo plazo, con gran variedad de opciones a elegir por el usuario, y lo que de hecho está sucediendo es que se ponen límites en





las opciones de elección y en la volatilidad, con el fin de mitigar los riesgos. Esto, unido al coste de mejorar las coberturas (el *hedging*), se acaba reflejando en el coste de las VA.

### 3.4. LA ELECCIÓN EN EL PROCESO DE DESACUMULACIÓN

Conviene en primer lugar analizar los elementos básicos con los que cuenta una persona para la toma de decisiones. Hay que tener presente i) la situación financiera global de la persona, que determinará el nivel de riqueza «a pensionar», ii) las necesidades financieras previstas para el futuro, fundamental para definir el nivel inicial y grado de crecimiento de la pensión y iii) las necesidades inmediatas de capital y el deseo de legado.

Así, habrá que tomar decisiones sobre:

- La elección del nivel de renta garantizado y su crecimiento con algún índice (básicamente inflación prevista).
- Si hay deseo de legado o necesidad de disposiciones concretas de parte de lo acumulado, lo que conducirá a percepciones de capital (*lumpsums*), probablemente combinadas con algún tipo de renta o retiro programado.
- Si la renta es fija o total o parcialmente variable.
- Si la renta es individual o conjunta, y en este último caso, cuál es el porcentaje de reversión.
- Si la renta es inmediata o diferida.

Según la EFRP<sup>4</sup> (EFRP, 2011), la mayor parte de los beneficiarios (45%) perciben la prestación como renta vitalicia, mientras un 25% combina algún tipo de renta con capital. Del resto de formas de cobro, hay que destacar que un 20% elige el capital. La normativa tiene notable influencia, pues en el 50% de los planes de contribución definida es obligatorio que todo o parte del monto acumulado se convierta en renta vitalicia, admitiéndose rentas diferidas en el 35% de los casos. No obstante, es esperable que el cambio legislativo operado en Reino Unido recientemente, que elimina la obligatoriedad de constituir rentas vitalicias a partir de los 75 años, favorezca el crecimiento de la opción de capital.

De aquellos que cobran en forma de renta vitalicia, la opción seleccionada por la mayoría (54%) son rentas con un interés mínimo garantizado, el 75% de ellas con participación en beneficios y el resto con resultados vinculados a inversión en fondos. Las rentas garantizadas suponen un 28%, de las que el 70% son fijas y el 30% revalorizables. Las rentas no garantizadas, vinculadas íntegramente a fondos de inversión, son el 18% del total. La mayoría de beneficiarios (57%) opta por percibir rentas inmediatas en lugar de diferidas.

<sup>4</sup> Encuesta que engloba a 41 sistemas de pensiones de contribución definida en 20 países de Europa, con 66 millones de personas y 1,5 billones de euros en activos.



En España, según la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP, 2012), el 38% de los beneficiarios optaron en 2012 por percibir la prestación en forma de capital, el 39,5% por percibir una renta, y el 18% eligió una modalidad mixta (el resto eligió otras opciones, de forma testimonial en lo referente a patrimonio involucrado).

### 3.5. HIPOTECAS INVERSAS

Una cuestión muy relevante para las personas que no han acumulado activos para su jubilación a través de vehículos específicos (planes de pensiones, seguros), es si son titulares de otros activos, en especial activos ilíquidos como la vivienda. Mitchell y Piggot (2003) aseveran que eso es lo que sucede especialmente con los mayores, que sus principales (o únicos) activos son inmobiliarios, sobre todo, su propia vivienda.

Las opciones de hacer líquidos todo o parte de esos activos pasan por la venta de la vivienda (y uso del alquiler o compra de una de menor importe), pero los costes tanto de transacción como psicológicos (Leviton, 2002) devienen finalmente en el mantenimiento de la vivienda original y la reducción del consumo. Una alternativa para ello es la hipoteca inversa; es un producto financiero que, a grandes rasgos, permite al usuario seguir manteniendo en propiedad su vivienda, pero obtiene un crédito sobre ella que no se devuelve hasta el fallecimiento o eventual venta de la vivienda, de forma que lo que se consigue es hacer parcialmente líquido un activo ilíquido. La diferencia con otros productos de rango similar (como el *endowment*) es que se mantiene la propiedad.

Sin embargo, las evidencias de desarrollo de este producto en el mundo no son relevantes (Fornero *et al.* 2011). Por parte de la demanda, algunos de los factores que dificultan su expansión son los altos costes de transacción, la incertidumbre acerca de las necesidades futuras (Caplin, 2001), en un enfoque behaviouralista, la sensación de vivir en un inmueble que se puede perder (Quesada, 2011), la aversión por parte de los mayores a contraer deudas y la incompreensión sobre el producto (Gibler y Rabianski, 1993).

Por el lado de la oferta, son factores en contra tanto el riesgo moral (Caplin, 2001) como la antiselección (Davidoff y Welke, 2005), cuya materialización se traduce en costes más elevados.

En España, la hipoteca inversa está regulada por la Ley 41 de 7 de diciembre de 2007, y aunque más de un 87% de los mayores tiene vivienda en propiedad, su uso es inapreciable todavía. Hay cierto optimismo en cuanto a posibles crecimientos por la necesidad de complementar las pensiones públicas cuando no lo han sido a través de vehículos específicos, e incluso se están utilizando como instrumento para dar liquidez a segundas viviendas que no pueden ser vendidas. No olvidemos que el ahorro de las familias en España es fundamentalmente en activos no financieros (vivienda), que representa el 80% del total, muy superior a la proporción entre activos no financieros y financieros que existe en nuestro entorno (Naredo y Carpintero, 2010).



#### 4. ALGUNOS INCONVENIENTES (Y POSIBLES SOLUCIONES) PARA FOMENTAR EL DESARROLLO DE LAS RENTAS VITALICIAS

Las rentas vitalicias tienen ciertas dificultades para su desarrollo<sup>5</sup>. Por el lado de la demanda, son vistas como instrumentos de inversión, lo que las hace poco atractivas. Deberían ser enfocadas desde el punto de vista de un producto de seguro, que garantiza que las personas puedan seguir percibiendo ingresos si sobreviven a la expectativa para la cual se acumularon recursos durante la actividad. En términos del MCV, que sobrevivan a sus recursos.

Como ya anticipamos, tampoco ayuda el efecto *crowding out* que suponen las pensiones públicas; el hecho de que exista una cobertura básica en forma de renta vitalicia provista por los sistemas públicos de pensiones otorga una cierta tranquilidad e incluso puede inducir a retiros de capital para actividades extraordinarias de la vida. Además, no pocos países tienen una estructura fiscal desincentivadora para la contratación de rentas vitalicias.

La educación financiera, o más bien su ausencia, es un problema muy tratado en todos los aspectos vinculados a las pensiones. En materia de rentas no deja de ser un problema, pues la información no suele ser suficientemente inteligible, y la apreciación del público en general puede ser deficiente sobre este tipo de productos.

Es necesario fomentar la innovación. Algo que preocupa notablemente a los potenciales compradores de rentas vitalicias es la pérdida de toda capacidad de dejar legado. También hay que buscar productos que sean equilibrados, pues cuando los usuarios eligen multitud de garantías complementarias al producto básico, los precios no son en absoluto competitivos. Hoy en día, la innovación está llegando de la mano de productos como las *variable annuities*, hipotecas inversas, o productos que combinan la percepción de ingresos anuales con cobertura de la dependencia.

Por el lado de la oferta, el mercado de rentas vitalicias es propenso a sufrir problemas de antiselección (las personas con mejor salud y mejores expectativas de vida se decantan más por las rentas vitalicias, y las que no, prefieren otras formas de cobro, como capital o rentas no aseguradas), es incompleto (no hay suficientes elementos que protejan contra la inflación, hay carencia de exposición a acciones), los requisitos de capital regulatorio están cambiando (y no precisamente reduciéndose, con lo cual el negocio asegurador en este ámbito puede perder rentabilidad), y muy especialmente, hay un serio problema con la cobertura del riesgo de longevidad.

Este riesgo de longevidad puede ser específico (individual) o agregado (de una cohorte o generación). El primero se cubre por las propias técnicas de aseguramiento (*pooling*), pero el segundo es bastante más difícil de medir, primero, y de cubrir, después. Para su medición, hay que incorporar aproximaciones estocásticas a la valoración del riesgo biométrico, utilizando cálculo actuarial proyectivo y simulaciones de escenarios, *stress-testing*, y otros procesos habituales de gestión interna de riesgos. También se pueden utilizar técnicas financieras como el *Asset Liability Management* (ALM) o *Liability*

<sup>5</sup> Para un debate amplio sobre ello véase Valero (2013).



## PENSIONES: UNA REFORMA MEDULAR



*Driven Investment* (LDI), que sucintamente tratan de ajustar la asignación estratégica de activos a las obligaciones, de forma que los retornos de las inversiones puedan ser suficientes para, al menos, cubrir las obligaciones.

Otra opción es la de distribuir riesgos entre todos los implicados (*stakeholders*) del sistema de pensiones, por vía de vincular las prestaciones parcialmente a la esperanza de vida, y modificar las contribuciones para mantener los niveles de cobertura. También se pueden transferir los riesgos, a través de *buy-outs* (trasladando el esquema a un asegurador), *buy-ins* (asegurando las obligaciones), o con instrumentos derivados de cobertura de longevidad. Los dos primeros son para planes de prestación definida. Con respecto a los instrumentos para la cobertura de longevidad, hay un amplio campo de desarrollo por delante. Sintéticamente, estos instrumentos adoptan la forma de permutas financieras (*swaps*), en los que quien compra la cobertura (el fondo de pensiones o el asegurador que provee la renta) paga unas cantidades fijas durante el contrato en función de las tablas de mortalidad especificadas a cambio de tener la cobertura de los pagos variables vinculados a la mortalidad real. Los *swaps* basados en índices permiten una transferencia parcial del riesgo, pues protegen contra aumentos inesperados de la longevidad agregada (el fondo de pensiones o el asegurador mantienen el riesgo de longevidad individual), y son relativamente fáciles de estandarizar, con todo lo que ello conlleva en cuanto a mejor transabilidad, liquidez y precio. El problema de estos *swaps* es que no son transparentes y que usan índices privados de longevidad no conocidos por el público, y además, su duración puede no ser suficiente para el período que requiere cubrirse, y son precisos colectivos grandes para que sea posible esta transferencia de riesgos. En suma, para la adecuada utilización de *swaps* hay que contar con índices de longevidad públicos y creíbles, tarea que los gobiernos deberían asumir a través de sus agencias de estadísticas (OECD, 2012).

El rol de los gobiernos para favorecer el desarrollo de los «mercados de longevidad» tiene otras vertientes, como la emisión de bonos de longevidad, en los que los cupones se vinculan al índice de longevidad, o de bonos de larga duración (Suecia ha anunciado bonos a 20 años, y el Reino Unido debate la emisión de bonos a 100 años, o deuda perpetua) (OECD, 2012).

Por tanto, resulta poco probable que los mercados de rentas vitalicias funcionen eficientemente a menos que haya un fuerte apoyo estatal para poner en marcha un mercado de cobertura de riesgos de longevidad.

## 5. CONCLUSIONES

- La tendencia global en sistemas complementarios de pensiones sigue los postulados del MCV, con sistemas en la acumulación fundamentalmente de contribución definida, y desacumulación progresiva, a través del uso (moderado) de rentas vitalicias, combinado con disposiciones de capital u otro tipo de pagos más o menos periódicos, aunque buena parte de las disposiciones o desacumulación no se realiza todavía a través de instrumentos específicos como las rentas vitalicias.



TENDENCIAS EN MATERIA DE PENSIONES PRIVADAS.  
EL PAPEL DE LAS RENTAS VITALICIAS



- Los sistemas complementarios están teniendo un fuerte desarrollo, a través de sistemas obligatorios, pseudo-obligatorios o impulsados por incentivos financieros, para alcanzar niveles de cobertura, entre pensión pública y privada, que permita una adecuada distribución del consumo en el ciclo vital.
- La complementación de pensiones en la jubilación se puede hacer a través de vehículos específicos (como planes de pensiones) o inespecíficos (otras formas de ahorro, en especial, la vivienda). La desacumulación en vehículos específicos puede hacerse a través de capitales o rentas, y éstas admiten diversas opciones (fijas/variables, inmediatas/diferidas, individuales/conjuntas, ...). En los últimos tiempos se están desarrollando fórmulas híbridas como los retiros programados. Por su parte, la desacumulación a través de vehículos no específicos, y en especial si son ilíquidos, se puede hacer a través de productos que permiten hacer líquidos esos activos. La principal fuente de ahorro en este caso es la vivienda, y la necesidad de darle liquidez ha permitido la creación de productos como las hipotecas inversas, aún con escaso desarrollo pero llamadas a jugar un papel relevante.
- La economía conductual evoca preferencia por las rentas vitalicias como forma básica para la desacumulación, pero se constata su insuficiente desarrollo. Algunos de los elementos que inducen a comportamientos poco proclives a las rentas vitalicias son la idiosincrasia de los esquemas de contribución definida, de raíces diferentes a los de prestación definida, en los que la renta es la forma habitual de cobro, la influencia de los sistemas básicos de pensiones públicas que son en forma de renta, y cuestiones vinculadas a la percepción de las personas, como subestimar la longevidad o dar más valor al corto que al largo plazo. Las recomendaciones en este ámbito se centran en un buen análisis de las necesidades futuras, asesoramiento adecuado y combinación de productos y fórmulas de percepción que sean compatibles con las necesidades analizadas.
- Hay que concebir la pensión desde una perspectiva holística: debe garantizar un mínimo esencial para vivir, asegurar las contingencias de riesgo, mantener un stock suficiente para contingencias no previstas y utilizar la riqueza remanente para alcanzar un nivel deseado de vida o para dejar legado.
- El insuficiente desarrollo en el mundo de las rentas vitalicias tiene que ver con cuestiones del mercado de demanda y el de oferta. Por el lado de la demanda, la consideración inadecuada de las rentas como productos puramente financieros las hace poco atractivas y los niveles de educación financiera no son suficientes por lo general para tomar decisiones del calado de cómo se percibe la pensión. Para combatir algunos de estos problemas, hay que trabajar indudablemente en la educación financiera de la población, hay que reenfocar el objetivo de las rentas, como producto asegurador que protege contra el riesgo de que los activos acumulados no sean suficientes para cubrir la longevidad, y sobre todo, hay que trabajar en la innovación en estos productos: las *variable annuities*, hipotecas inversas o la vinculación con la dependencia son campos en los que hay por delante un interesante y necesario desarrollo. Por el lado de la oferta, las rentas vitalicias tienden a favorecer la antiselección, y existe un riesgo de longevidad que no tiene un mercado suficiente para cubrirse. Se utilizan técnicas puramente financieras, se distribuyen o transfieren los riesgos, pero en mercados no completos, los costes



## PENSIONES: UNA REFORMA MEDULAR



son altos y los riesgos, latentes. Para paliar parte de estos problemas, hay que trabajar a nivel estatal en la creación y formalización de «mercados de longevidad», en los que haya suficientes instrumentos de cobertura, índices transparentes y creíbles de longevidad, bonos vinculados a la longevidad, o al menos, bonos de larga duración.

- En España el problema está en el escaso desarrollo de los sistemas complementarios, y a la luz del éxito de los sistemas obligatorios o pseudo-obligatorios desarrollados en otros países, y aunque España no permite, constitucionalmente, obligar a implantar planes de pensiones complementarios, una vía racional podría incorporar las mejores prácticas en nuestro entorno: sistemas de autoafiliación sencillos y baratos, con un tratamiento fiscal que combine subsidios con deducciones<sup>6</sup>, ciertas opciones de liquidez (con el consiguiente peaje fiscal), e implantación progresiva. La fase de desacumulación podría encontrar en los retiros programados una opción razonable de cobro, y el mercado asegurador debe trabajar mucho en desarrollar productos atractivos y de bajo coste, para que, con adecuado asesoramiento, las personas que alcanzan la jubilación puedan diseñar su proceso de retirada de fondos, atendiendo a sus necesidades económicas y sus deseos de legado. El desarrollo de rentas variables es muy necesario para tener este tipo de vehículos. Por otra parte, el alto nivel de acumulación de patrimonio inmobiliario debería tener cauces eficientes para hacerlo líquido. Las hipotecas inversas u otros productos que permiten dar liquidez a activos no líquidos son imprescindibles para lograrlo.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Barr, N. y Diamond, P. (2012). «*La reforma necesaria. El futuro de las pensiones*».
- Caplin, A. (2001). «*The Reverse Mortgage Market: Problems and Prospects*». In *Innovations in Housing Finance for the Elderly*, Pension Research Council. Olivia Mitchell, ed. Pension Research Council.
- Davidoff, T. y Welke, G. (2005). «*Selection and Moral Hazard in the Reverse Mortgage Market*». Mimeo, University of California, Berkeley.
- DGSFP (2012). «*Informe de Seguros y Pensiones 2012*». Disponible en <http://www.dgsfp.mineco.es/sector/documentos/Informes%202012/InformeSeguros2012.pdf>.
- EFRP (2011). «*Workplace pensions- Decumulation. Survey*». Disponible en <http://www.apapr.ro/images/stories/materiale/COMUNICATE/2011/FIAR%20ZPP%202011/efrp.pdf>.

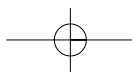
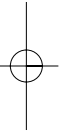
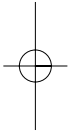
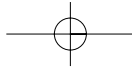
<sup>6</sup> El sistema actual de deducciones en base imponible puede generar una concentración de beneficios fiscales entre personas con recursos mayores, y probablemente no favorece el desarrollo de estos sistemas entre personas de ingresos medios y bajos. En tal caso sería planteable una coexistencia de deducciones en el impuesto (en base o en cuota) junto a subsidios directos, a la forma alemana o británica expuestas en el epígrafe 2.



TENDENCIAS EN MATERIA DE PENSIONES PRIVADAS.  
EL PAPEL DE LAS RENTAS VITALICIAS



- Fornero, E., Rossi, M.C. y Urzi, C. (2011). «Explaining why, right or wrong, (Italian) households do not like reverse mortgages». *Netspar Discussion Papers* 09/2011.
- Gibler, K. y Rabianski, J. (1993). «Elderly Interest in Home Equity Conversion». *Housing Policy Debate*, Vol. 4, N° 4, Fannie Mae.
- Leviton, R. (2002). «Reverse Mortgage Decision-Making». *Journal of Aging and Social Policy*, Vol. 13, N° 4, 1-16.
- Logue, D. (1979). *A theory of pensions. Legislative Influence on Corporate Pension Plans*. American Enterprise Institute. Washington DC.
- Mesa-Lago, C. (2009). «Las pensiones de Seguridad Social en América Latina después de tres décadas de reformas». Anuario Iberoamericano 2009. Fundación Real Instituto Elcano y Agencia EFE. Madrid.
- Mitchell, O. y Piggott, J. (2003). «Final Report: Unlocking Housing Equity in Japan», Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan.
- Naredo, J. M. y Carpintero, O. (2010). «Patrimonio inmobiliario y financiero de los hogares: tendencias y convergencia española con los estándares europeos». *En Ahorro Familiar en España, Papeles de la Fundación N° 39*, Dir. Domingo J. García Coto, Fundación de Estudios Financieros.
- OECD (2012). «Pensions Outlook 2012». OCDE, Junio. Disponible en <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/oecd-pensions-outlook-2012.htm>.
- OECD (2008). «Pension market in focus, Issue 5». OECD, December. Disponible en <http://www.org/daf/pensions/pensionmarkets>
- Quesada, A. (2011). «La hipoteca inversa: ¿una opción realmente atractiva?». *Revista del Ministerio de Trabajo e Inmigración*, 81.
- Valero, D. (2013). «Perspectivas de la Seguridad Social y papel de la previsión social complementaria». *Ekonomiaz. Revista vasca de Economía*. Gobierno Vasco (en prensa).
- Valero, D. (2011). «Análisis económico actuarial del desarrollo de planes de pensiones complementarios en las empresas latinoamericanas y de países emergentes». Tesis Doctoral. Universidad de Barcelona. Disponible en [http://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/52153/DVC\\_TESIS.pdf;jsessionid=B53D7E5915801E85CCF912CA8B8B158E.tdx2?sequence=1](http://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/52153/DVC_TESIS.pdf;jsessionid=B53D7E5915801E85CCF912CA8B8B158E.tdx2?sequence=1).







## REINVENTAR LA SEGURIDAD SOCIAL ASEGUANDO LA «GRAN EDAD»

**JOSÉ A. HERCE\***

*Universidad Complutense y Director Asociado de Afi*

**FRANCISCO DEL OLMO\***

*Banco Popular e Instituto Europeo de Posgrado*

### RESUMEN EJECUTIVO

Hace más de un siglo nació la Seguridad Social en los países industrializados para asegurar la jubilación ordenada y aceptablemente remunerada de los proletarios a cambio del pago de cotizaciones por su parte y la de sus empleadores. Se fijó entonces la edad de jubilación en los 65 años. El criterio entonces fue el de asegurar vitaliciamente la «gran edad».

Hoy esa misma «gran edad» equivalente podría oscilar entre los 79 y los 89 años. Pero la edad de jubilación no ha variado desde entonces, aunque la esperanza de vida de la población se haya más que duplicado.

La sostenibilidad y suficiencia de las pensiones, las de cualquier sistema, se ven seriamente comprometidas si no adaptamos los grandes hitos del ciclo vital (la edad de jubilación ante todo, pero no únicamente) a este espectacular y, a la vez, muy positivo desarrollo de la longevidad.

Frente al reparto público o la capitalización privada exclusivas, proponemos en este artículo la creación futura de un Sistema Mixto Diferido, es decir, aquél en el que, a partir de una edad de jubilación elegida libremente por los trabajadores, interviene en primer lugar la capitalización privada obligatoria y lo hace hasta esa «gran edad» aún por definir con precisión. A continuación, un pilar público de reparto con cuentas nocionales toma el testigo de la pensión al nivel en que ésta quedara bajo el pilar privado, para proporcionar pensiones vitalicias a los entonces pensionistas. De esta manera, se podrían solucionar graves problemas que afectan a los pilares público y privado por separado.

Esta propuesta equivale a la «reinención de la Seguridad Social» en el sentido de que el pilar público vuelve a asegurar la «gran vejez», como hiciera hace un siglo.

---

\* Las opiniones expresadas en este artículo son de la exclusiva responsabilidad de sus autores y no deben atribuirse de ninguna manera a las instituciones a las que pertenecen.